

SK가스 (018670)

2025.09.17

동절기 본격 발휘될 수 있는 GPS 연료 경쟁력

[에너지/유틸리티/화학] 전유진
2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

목표주가 30만원, 매수의견 유지

동사에 대한 목표주가 30만원과 투자의견 매수를 유지한다. LPG 부문에서 안정적 이익을 향유함과 동시에 지난해 상업가동 시작한 울산GPS 이익이 온기 반영됨에 따라 25년 연간 영업이익은 4,829억원(+68.1%YoY)을 기록할 것으로 예상된다.

LPG 트레이딩에만 한정되어 있던 동사의 사업영역은 24년을 기점으로 울산GPS, KET, 북미 ESS 등으로 대폭 확장되었다. 25년 울산GPS 상업가동 효과가 온기로 반영되는 것을 시작으로 26년 상반기 KET #3탱크 준공 이후에는 저장/병커링, 27년 이후에는 북미 ESS 사업도 규모가 조금씩 확대되는 등 신사업들의 결실이 하나둘씩 실현될 전망이다. 이제는 더 이상 단순한 LPG 트레이딩 업체가 아니다.

안정적인 LPG 이익에 울산GPS도 하반기 정상가동되며 이익 기여도 상승

PDH 가동을 부진과 산업/자동차 내수 수요 정체로 LPG 트레이딩은 구조적으로 이익이 크게 늘어나기 어렵다. 아쉽지만, 이는 현재 동사가 현재 직면하고 있는 부정할 수 없는 현실이다. 이에 향후 LPG 물량 증가는 제한적이겠지만, 그럼에도 동사는 글로벌 최대 트레이딩 업체 중 하나로서 CP 급등락 구간에서 안정적인 이익 창출을 이어갈 수 있을 전망이다. 가령, 지난 25년 2분기 동절기가 종료되며 사우디 CP 급락하는 구간에서 수출량을 대폭 늘리며 1,178억원(OPM 6.6%)의 호실적을 기록했음이 동사 트레이딩 실력을 다시 한번 방증해준다.

한편, 울산GPS는 2분기 정기보수로 생산량 감소하며 전력판매 수익과 용량요금 감소하며 영업이익이 29억원에 그쳤으나, 3분기부터 발전소 가동 정상화로 입찰 및 판매량 모두 증가할 전망이다. 이에 상반기 543억원 대비 하반기 영업이익은 1,138억원으로 약 2배 가량 확대될 것으로 예상된다.

동절기에 본격적으로 발휘될 수 있는 울산GPS 연료 경쟁력

미국과 사우디의 에너지 시장 전략 변화로 유가, 아시아 LNG 도입가격의 구조적 하락세가 예상된다. 그러나 여기서 간과할 수 없는 부분은 유럽의 LNG 의존도가 높아져 동절기 계절적 요인이나 설비 트러블 등 외부요인에 따라 LNG 가격의 변동성은 점점 더 높아질 수 있다는 점이다. 이는 LPG/LNG 혼소발전소 운영하는 동사에겐 연료비 절감과 트레이딩 기회가 계속 생길 수 있다는 의미이기도 하다.

또한 현 정부에서 추진하고 있는 재생에너지 활용한 데이터센터 전력수요 대응은 역설적이게도 그 간헐성을 메꾸기 위한 첨두발전원으로서 LNG 발전소의 역할이 강조될 수밖에 없다. 동사는 24년부터 가동한 신규 발전소인데다 LPG, LNG 중에 각 시기마다 더 저렴한 에너지원을 선택적으로 활용할 수 있는 만큼 상대적으로 상위의 급전순위를 지킬 수 있다. 25년 4분기 및 26년 1분기는 GPS 상업가동이 본격화된 이후 처음으로 맞이하는 동절기인데, 이 시기에는 현재 이익 추정치에 포함되지 않은 LPG-LNG 트레이딩 관련된 페이퍼 이익이 반영될 가능성이 충분히 존재한다. 이미 SMP 판매와 CP로 20% 수준 이익을 창출하고 있는데, 여기서 한 걸음 더 나아가서 입맛대로 연료를 취할 수 있는 울산GPS의 경쟁력이 제대로 발휘될 시기가 머지 않았다.

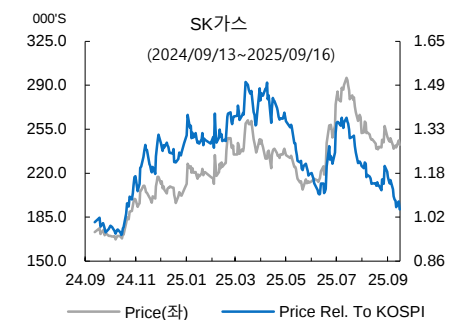
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	300,000원(유지)
종가(2025.09.16)	242,500원
상승여력	23.7%

Stock Indicator	
자본금	46십억원
발행주식수	925만주
시가총액	2,242십억원
외국인지분율	7.0%
52주 주가	167,200~296,000원
60일평균거래량	12,713주
60일평균거래대금	3.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.8	7.5	-6.6	40.1
상대수익률	-8.8	-9.5	-41.0	6.1

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	7,096	7,409	7,469	7,406
영업이익(십억원)	287	483	480	464
순이익(십억원)	179	356	418	381
EPS(₩)	19,375	38,568	45,235	41,274
BPS(₩)	295,658	330,082	370,201	406,359
PER(배)	10.7	6.3	5.4	5.9
PBR(배)	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	6.7	12.3	12.9	10.6
배당수익률(%)	3.9	3.7	4.1	4.1
EV/EBITDA(배)	8.4	3.3	3.0	3.3

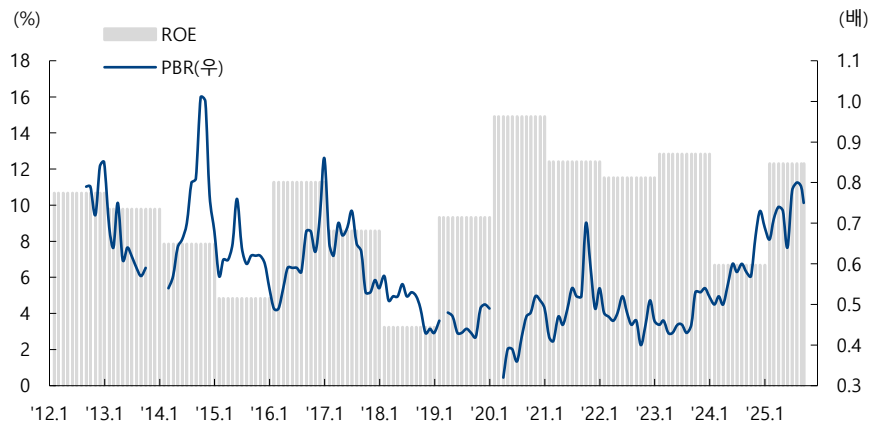
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. SK가스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	1,726	1,651	1,734	1,985	1,827	1,880	1,870	1,831	7,096	7,409	7,469
영업이익	75	47	43	123	113	121	129	120	287	483	480
영업이익률	4.3%	2.8%	2.5%	6.2%	6.2%	6.4%	6.9%	6.6%	4.0%	6.5%	6.4%
LPG 트레이딩											
매출액	1,726	1,645	1,686	1,854	1,597	1,784	1,547	1,607	6,911	6,534	6,439
영업이익	75	49	43	95	62	118	61	74	262	315	257
영업이익률	4.3%	3.0%	2.5%	5.1%	3.9%	6.6%	4.0%	4.6%	3.8%	4.8%	4.0%
울산GPS											
매출액	0	7	48	131	230	97	322	225	185	874	1,030
영업이익	-4	-2	1	27	51	3	68	46	22	168	223
영업이익률		-32.7%	1.1%	20.9%	22.3%	3.0%	21.1%	20.4%	11.7%	19.2%	21.7%

자료: iM증권 리서치본부

그림1. SK가스 ROE-PBR 밸류에이션 추이



자료: iM증권 리서치본부

주: 2025년 ROE는 당사 추정치임

그림2. SK가스 2017~2027년 영업이익과 이익률 추이 및 전망

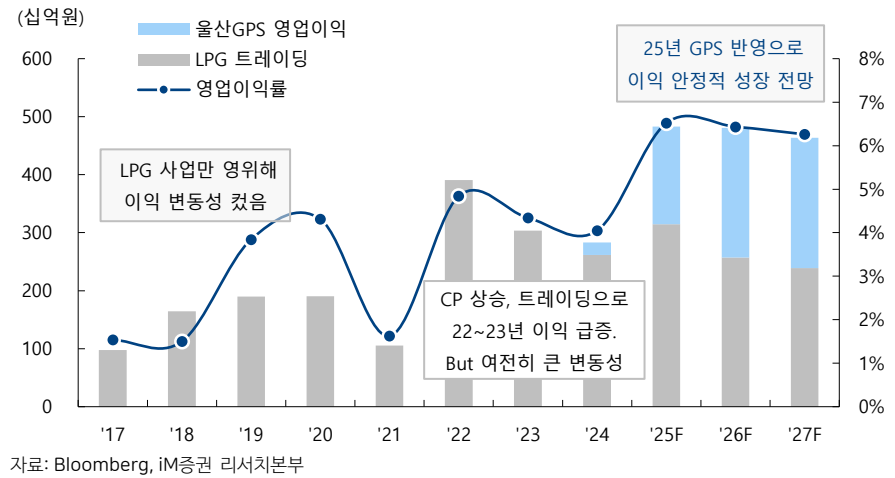


그림3. 유가 및 LPG 가격 추이

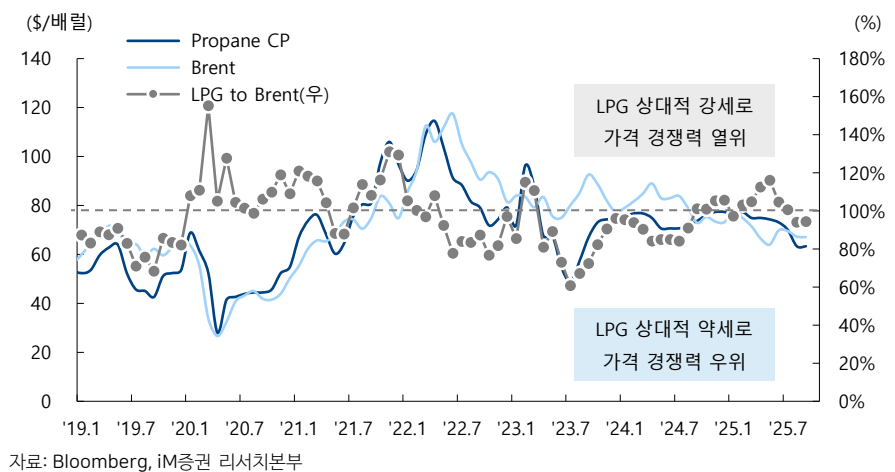
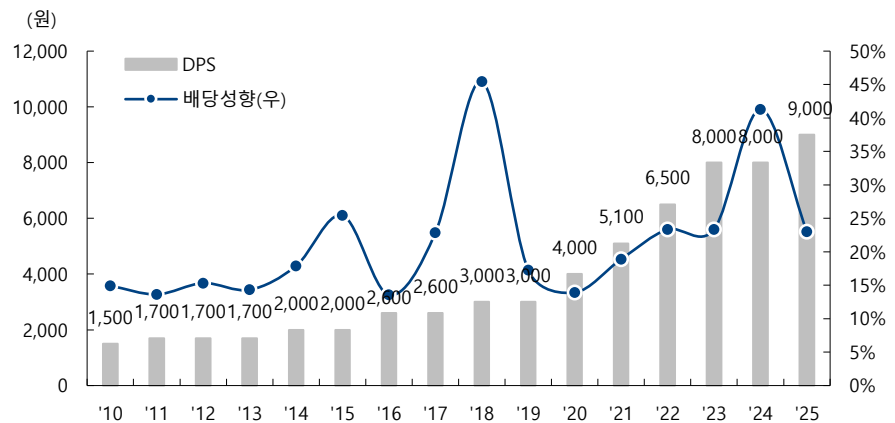
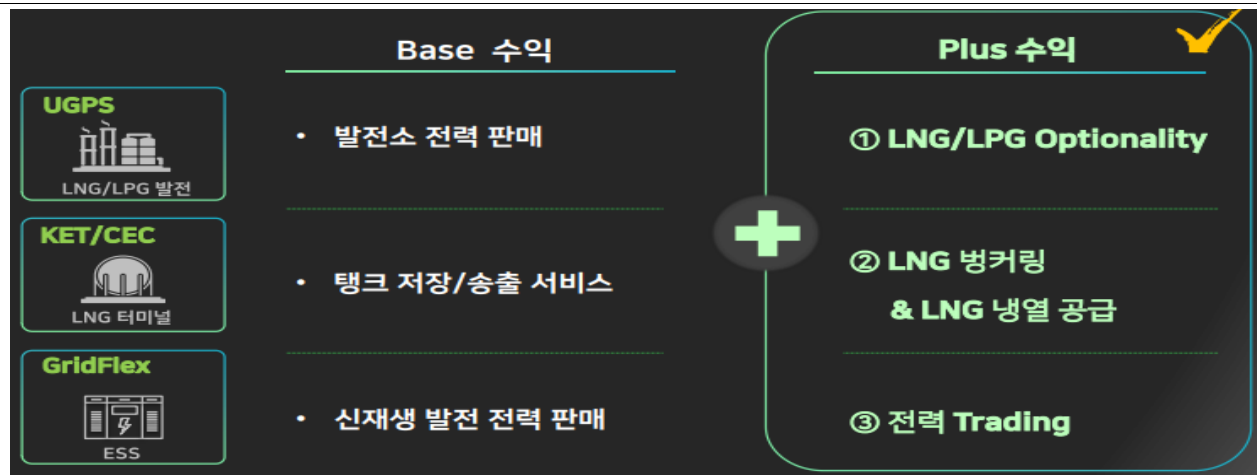


그림4. SK가스 2010년 이후 DPS 및 배당성향 추이



주: 25년 DPS 및 배당성향은 당사 추정치 기준

그림5. SK가스 신사업을 통한 인프라 사업 수익 향상 시나리오



자료: SK가스, iM증권 리서치본부

그림6. KET 터미널 세부사항 및 26년 상반기 #3탱크 준공 예정



자료: SK가스, iM증권 리서치본부

그림7. 북미 ESS 사업 추진현황: (25년 2월) 1차 ESS 상업가동 개시, 2차 상업가동 추진 중



자료: SK가스, iM증권 리서치본부

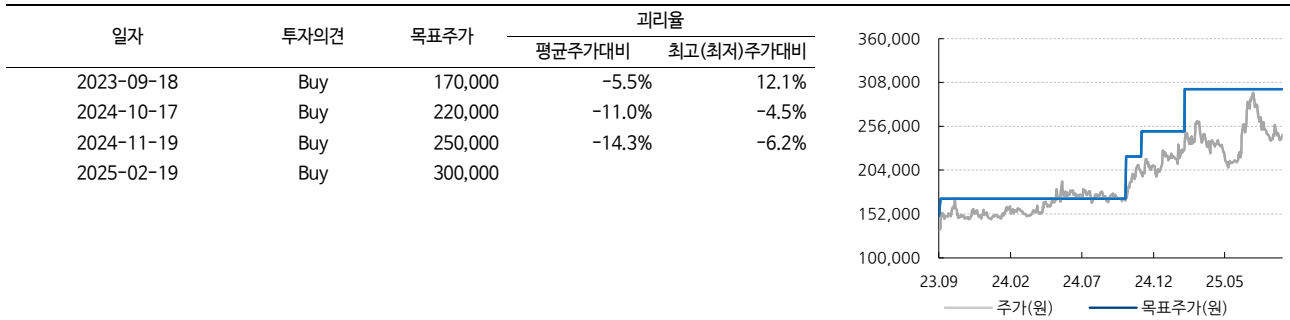
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,609	2,994	3,762	3,872	매출액	7,096	7,409	7,469	7,406
현금 및 현금성자산	585	899	1,643	1,715	증가율(%)	1.5	4.4	0.8	-0.8
단기금융자산	267	270	273	275	매출원가	6,488	6,583	6,657	6,616
매출채권	958	1,000	939	977	매출총이익	608	825	811	790
재고자산	496	518	597	593	판매비와관리비	321	343	331	327
비유동자산	4,931	4,809	4,372	4,552	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	2,533	2,337	2,206	2,162	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	125	115	106	98	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,540	7,802	8,134	8,424	영업이익	287	483	480	464
유동부채	2,021	2,018	2,112	2,170	증가율(%)	-5.4	68.1	-0.5	-3.5
매입채무	366	382	385	382	영업이익률(%)	4.0	6.5	6.4	6.3
단기차입금	532	452	402	352	이자수익	31	21	34	36
유동성장기부채	599	649	779	879	이자비용	77	83	82	81
비유동부채	2,780	2,730	2,600	2,500	지분법이익(손실)	-84	-	-	-
사채	908	908	858	858	기타영업외손익	24	11	13	16
장기차입금	709	659	579	479	세전계속사업이익	240	478	560	511
부채총계	4,801	4,748	4,712	4,671	법인세비용	62	124	145	132
지배주주지분	2,729	3,047	3,417	3,751	세전계속이익률(%)	3.4	6.4	7.5	6.9
자본금	46	46	46	46	당기순이익	178	354	415	379
자본잉여금	195	195	195	195	순이익률(%)	2.5	4.8	5.6	5.1
이익잉여금	2,466	2,742	3,069	3,361	지배주주귀속 순이익	179	356	418	381
기타자본항목	21	64	106	149	기타포괄이익	43	43	43	43
비지배주주지분	9	7	5	2	총포괄이익	220	396	458	421
자본총계	2,738	3,054	3,422	3,753	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	373	830	761	601	주당지표(원)				
당기순이익	178	354	415	379	EPS	19,375	38,568	45,235	41,274
유형자산감가상각비	155	626	481	374	BPS	295,658	330,082	370,201	406,359
무형자산상각비	9	9	9	8	CFPS	37,087	107,398	98,295	82,610
지분법관련손실(이익)	-84	-	-	-	DPS	8,000	9,000	10,000	10,000
투자활동 현금흐름	-163	-317	-235	-211	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-349	-430	-350	-330	PER	10.7	6.3	5.4	5.9
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-	PBR	0.7	0.7	0.7	0.6
금융상품의 증감	-109	-93	-91	-87	PCR	5.6	2.3	2.5	2.9
재무활동 현금흐름	-147	-328	-307	-316	EV/EBITDA	8.4	3.3	3.0	3.3
단기금융부채의증감	-374	-30	80	50	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	476	-50	-130	-100	ROE	6.7	12.3	12.9	10.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	6.4	15.1	13.0	11.4
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	175.3	155.5	137.7	124.4
현금및현금성자산의증감	91	315	744	72	순부채비율	69.3	49.1	20.5	15.4
기초현금및현금성자산	494	585	899	1,643	매출채권회전율(x)	8.3	7.6	7.7	7.7
기말현금및현금성자산	585	899	1,643	1,715	재고자산회전율(x)	15.0	14.6	13.4	12.4

자료 : SK가스, iM증권 리서치본부

SK가스 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%